25 января 2012

ТрансКонтейнер (TRCN LI)

Прогнозная цена пересмотрена до $11.9

Рекомендация ПОКУПАТЬ сохранена

Maria Kalvarskaia m.kalvarskaia@tkbc.ru

Tatiana Zadorozhnaya t.zadorozhnaya@tkbc.ru

Мы пересмотрели нашу 12-месячную прогнозную цену для акций ТрансКонтейнера с $11.3 до $11.9 для ГДР ($119 за локальную акцию). Рекомендация ПОКУПАТЬ акции компании была сохранена. Основными причинами пересмотра цены стали сильные операционные данные за 2011 год и уверенные финансовые показатели в 3К11 на фоне улучшения показателей эффективности, которые были опубликованы компанией в январе 2012 года. В то же время компания подтвердила свой осторожный взгляд на 2012 год. Основные изменения финансового прогноза касались показателей 2011 и 2012 года, хотя мы не видим каких-либо поводов для существенного изменения прогнозов в будущем. Пересчет прогнозной цены на следующие 12 месяцев также повлиял на ее уровень.

Рост сильнее ожиданий в 2011 году. В 2011 году объемы перевозок ТрансКонтейнера выросли на 13.3% год к году до 1.361 млн TEU благодаря растущему спросу на контейнерные перевозки и улучшению эффективности использования парка. Объемы доходных перевозок выросли на 17.5% год к году до 1.02 млн TEU (против прогнозируемого нами 14% роста), что окажет положительное влияние на годовые финансовые показатели ТК.

Улучшение показателей операционной эффективности. В 2011 году компания увеличила коэффициент оборачиваемости платформ с 14.2 дней на поездку в 2010 году до 13.1 дней в 2011 году. Показатель порожнего пробега в сегменте контейнеров сократился до 34.4% против 39.1% в 2010 году, в сегменте платформ – до 8.3% в 2011 году (7.3% в 4К11) против 8.8% в 2010 году, что также окажет положительное влияние на финансовые результаты компании по итогам 2011 года.

2012 год может быть сложным для компании, однако пока ситуация стабильна. Согласно заявлениям руководства компании, текущие грузопотоки отражают стабильную ситуацию на рынке при сохранении сезонного тренда. Компания увеличила цены на 6% в декабре 2011 года, что не оказало отрицательного влияния на объемы перевозок. ТК готовится к любым возможным изменениям экономической ситуации в 2012 году. Мы прогнозируем темпы роста доходных перевозок на уровне 3.7% в 2012 году, что медленнее среднего роста контейнерного рынка, опережающего ВВП в два раза.

Финансовые показатели по МСФО за 3К11 предопределили более сильные результаты за 2011 год. Результаты компании по МСФО за 3К11 превзошли наши ожидания в результате благоприятной ценовой конъюнктуры и улучшения показателей эффективности. ТрансКонтейнер достиг докризисного уровня рентабельности по EBITDA в 39% за 9М11, в то время как компания планировала выйти на эти показатели в 2013 году (в наших расчетах мы закладывали эти уровни в модели в 2013-2014 гг.). Мы повысили наши годовые прогнозы по чистой прибыли на 2011 год на 9% до 22.5 млрд руб. и по EBITDA - на 22% до 8.8 млрд руб.

В центре внимания – экономическая конъюнктура и сделка по приватизации. Мы подтверждаем наш положительный взгляд на акции перевозчика с учетом сильных показателей в 2011 году и текущей стабильной ситуации. Актуальные экономические риски могут отрицательно сказаться на развитии компании в 2012 году, в то время как инвесторы будут ждать проведения сделки по приватизации. Мы повысили нашу прогнозную цену до $11.9 за ГДР и сохранили нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ бумаги компании.

ТрансКонтейнер	АО	ГДР
Тикер	**TRCN**	**TRCN LI**
Рекомендация	**BUY**	**НД**
Цена, $	**87.4**	**8.4**
Целевая цена 12мес., $	**119.00**	**11.90**
Потенциал, %	**36%**	**42%**

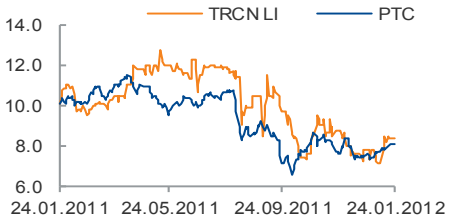
ДАННЫЕ ОБ АКЦИЯХ		
Bloomberg	TRCN RX	TRCN LI
Reuters	TRCN.MM	TRCNq.L
	АО	ГДР
Акций в обращении, млн	13.9	
EV, $ млн	1,397	1,349
MC, $ млн	1,215	1,167
Мин, $	73.6	7.2
Макс, $	123.0	12.8
	АО	ГДР
Кол-во акций за ГДР		0.1

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ, $ млн			
МСФО	**2010**	**2011П**	**2012П**
Чистая выручка	543	765	816
Скорр.EBITDA	143	301	320
Чистая прибыль	31	145	154
EPS, $	2.20	10.45	11.07
Рост выручки, %	30.1	40.8	6.7
EPS рост, %	64.6	375.4	5.9
Скорр.маржа EBITDA,%	26.2	39.3	39.2
Чистая маржа, %	5.6	19.0	18.8

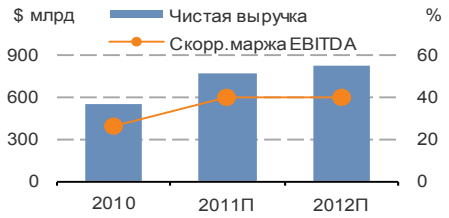
РЫНОЧНЫЕ ОЦЕНКИ			
	2010	**2011П**	**2012П**
P/E	38.2	8.0	7.6
EV/EBITDA	9.5	4.5	4.2

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ	
РЖД	50%+1
FESCO	18.50%
ЕБРР	9.25%
НПФ БЛАГОСОСТОЯНИЕ	5.20%
Прочие	17.05%

ДИНАМИКА ЦЕНЫ ГДР



Источники: ММВБ, РТС, оценка ТКБ Капитал



Источник: оценка ТКБ Капитал

СИЛЬНЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ В 2011 ГОДУ

Темпы роста на уровне 17.5% год к году оказались выше ожиданий. В 2011 году объемы перевозок ТрансКонтейнера выросли на 13.3% год к году (включая перевозку порожних контейнеров) до 1.361 млн TEU благодаря растущему спросу на контейнерные перевозки в сочетании с улучшением эффективности использования парка. Основными драйверами роста стали экспортные потоки и перевозки на внутреннем рынке, которые показали более сильные результаты в 2011 году. Объемы доходных перевозок выросли на 17.5% год к году до 1.02 млн TEU, что окажет положительное влияние на годовые финансовые показатели ТК. Перевалка контейнеров на терминалах компании, расположенных на сети РЖД, выросла всего на 4.8% год к году до 1.577 млн TEU, более слабые темпы роста главным образом связаны с сокращением перевалки среднетоннажных контейнеров. Улучшение рыночной конъюнктуры, наряду с оптимизацией парка, позволили компании повысить показатели эффективности. Так, порожний пробег контейнеров и платформ сократился в 2011 году до 34.4% и 8.3% при ускорении оборачиваемости платформ.

Операционные показатели ТрансКонтейнера в 2011 году, тыс. TEU

	4К11	4К10	изм. за год, %	2011	2010	изм. за год, %	3К11	изм. за кв., %
Операционные результаты								
Внутренние перевозки	202.8	197.2	*2.8%*	778.0	719.3	*8.2%*	196.2	*3.4%*
Международные перевозки, вкл.:	159.0	135.5	*17.3%*	583.8	482.8	*20.9%*	150.15	*5.9%*
Экспорт	84.5	72.1	*17.2%*	328.6	264.2	*24.4%*	84.95	*-0.5%*
Импорт	60.1	55.8	*7.7%*	221.5	190.0	*16.6%*	57.2	*5.1%*
Транзит	14.4	7.6	*89.5%*	33.7	28.6	*17.8%*	8	*80.0%*
Объемы транспортировки, тыс.TEU	361.8	332.7	*8.7%*	1361.8	1202.1	*13.3%*	346.35	*4.5%*
Доходные перевозки, тыс.TEU	276.0	241.0	*14.5%*	1020.0	870.0	*17.2%*	260.4	*6.0%*
Терминальная обработка, тыс. TEU	400.0	403.0	*-0.7%*	1577.0	1505.0	*4.8%*	393.4	*1.7%*
Показатели операционной эффективности								
Оборот контейнеров, дней	22	21.3		21.9	21.8		21.8	
Оборот платформ, дней	13.3	13.4		13.1	14.2		13	
Коэффициент порожнего пробега контейнеров, %	34.4%	36.9%		34.4%	39.1%		32.9%	
Коэффициент порожнего пробега платформ, %	7.4%	7.7%		8.3%	8.8%		8.4%	

Источник: данные компании

ВОССТАНОВЛЕНИЕ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ – БЫСТРЕЕ ОЖИДАНИЙ

Цены и показатели эффективности поддержали финансовые результаты. Согласно комментариям менеджмента компании к результатам по МСФО за 3К11, средняя цена на услуги по ж/д перевозке контейнеров выросла на 14% год к году за 9М11. Такой рост обусловлен благоприятной рыночной конъюнктурой и увеличением комплексности услуг. Снижение порожнего пробега в сегменте контейнеров и платформ и ускорение оборачиваемости платформ также способствовали улучшению маржи, которая достигла докризисного уровня уже в 2011 году.

Рентабельность по EBITDA за 9М11 составила 39%. Согласно недавно опубликованным показателям, рентабельность ТК по EBITDA выросла до 39% за 9М11, при этом в 3К11 результат составил 46%. Даже скорректированные на разовые статьи, результаты выглядели сильнее ожиданий. Показатели 3К11 превзошли наши оценки на 13%, и мы прогнозировали восстановления показателей эффективности до уровня 2008 года только в 2013-2014 гг. Учитывая результаты 3К11, сильные операционные данные 4К11 и продолжившийся рост цен в декабре 2011 года (ТК повысила цены на 6% с 1 декабря 2011 года в преддверии аналогичного повышения тарифов РЖД с января 2012 г.), мы изменили наши прогнозы по итогам 2011 и 2012 гг. Что касается будущих периодов, изменения были незначительны, т.к. бизнес-модель компании не претерпела существенных изменений, а экономическая конъюнктура по-прежнему волатильна.

ОСНОВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ПРОГНОЗАХ НА 2011 И 2012 ГГ

Показатели за 2011 год отражают былые успехи. Мы скорректировали наши годовые прогнозы на 2011 год с учетом недавно опубликованных операционных результатов за 2011 год и основных изменений в финансовых показателях за 9М11. Наш прогноз по чистой прибыли увеличился на 9% в 2011 году, в то время как прогнозный показатель EBITDA вырос на 22%. Рентабельность по EBITDA осталась на уровне 39%, показанном за 9М11, учитывая ее снижение в квартальном исчислении под влиянием сокращения доходов от выбытия основных средств и стабилизации цен (на скорректированной основе показатели будут на уровне предыдущего квартала), в то время как эффект от декабрьского роста цен главным образом повлияет на показатели 2012 года.

Осторожные прогнозы на 2012 год. Мы несколько обновили наши прогнозы операционных результатов на 2012 год с учетом уверенных показателей за 2011 год, оказавшихся выше наших ожиданий (рост объемов доходных перевозок на уровне 17.5% против наших прогнозов в размере 14% год к году). По общим показателям перевозок (порожний и груженый пробег) ТрансКонтейнер продемонстрировал темпы роста на уровне 13.3% год к году, что было ниже рынка, выросшего на 15.6% в 2011 году. Что касается 2012 года, мы оцениваем темпы роста перевозок ТрансКонтейнера на уровне 3.7%, принимая во внимание нестабильный экономический прогноз на 2012 год. Рынок контейнерных перевозок в среднем опережает темпы роста ВВП вдвое (на основе среднегодовых темпов роста ВВП на уровне 3.6% и среднегодовых темпов роста рынка контейнеров в 7.7% в 2006-2011 гг.). Мы оцениваем рост ВВП в 2012 году на уровне 3.5%. Так, для 2012 года мы закладываем более консервативное ожидание роста рынка контейнеров. Мы также использовали более низкие показатели эффективности (порожний пробег и оборот) в 2012 году, что отражает неопределенную ситуацию на рынке. Согласно комментариям компании, ТК не ожидает существенных изменений в структуре издержек в 2012 году, и мы полагаем, что, если рынок не покажет каких-либо неприятных сюрпризов, то ТК сможет сохранить рентабельность близко к уровню 2011 года (39% по нашей оценке).

Более поздние изменения не так важны. Что касается 2013 года и более поздней перспективы, изменения в нашей модели были менее значительными, что привело к увеличению нашей 12-месячной прогнозной цены всего на 5.3% (2011 год не учитывается в ДДП-оценке). Несущественные изменения после 2013 года отражают наши макроэкономические прогнозы и развитие рынка контейнерных перевозок в России, которые будут обусловлены экономической конъюнктурой.

млн руб.	2011П			2012П		
	Новый	**Старый**	***разн.,%***	**Новый**	**Старый**	***разн.,%***
Чистая выручка	**22,470**	20,582	9%	**25,164**	23,474	7%
EBITDA скорр.	**8,836**	7,219	22%	**9,858**	8,534	16%
Рентабельность скорр. EBITDA (к чистой выручке)	**39%**	35%	4 ppt	**39%**	36%	3 ppt
Чистая прибыль	**4,266**	3,130	36%	**4,743**	3,773	26%
Чистая рентабельность, %	**19%**	15%	4 ppt	**19%**	16%	3 ppt

Источник: данные компании, прогноз ТКБ Капитал

СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ДРАЙВЕРЫ – ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2011 ГОД И ПРИВАТИЗАЦИЯ

Публикация финансовых показателей за 2011 год вызовет интерес к акциям. ТрансКонтейнер планирует опубликовать финансовые показатели по итогам 2011 года в апреле-мае 2012 года, и мы ожидаем ряда сильных результатов вслед за уверенными показателями за 9М11 и ростом объемов перевозок за 2011 год. С тех пор как компания провела размещение акций на рынке в ноябре 2010 года, она показывала результаты выше представленных прогнозов и ожиданий как на операционном, так и на финансовом уровне, что, по нашему мнению, оказало поддержку акциям. ТК достиг докризисного уровня рентабельности по EBITDA по итогам 9М11, и мы ожидаем, что результаты 2011 года будут не менее удачными. В то же время рынок контейнерных перевозок чувствителен к экономическим изменениям, что может отрицательно сказаться на отношении инвесторов к компании и ограничить позитивное влияние публикации результатов за прошедший период.

Новостей относительно приватизации пока нет, однако сделка по-прежнему на повестке дня. В ходе последней телефонной конференции, посвященной публикации финансовых показателей за 9М11, руководство компании не сообщило каких-либо новостей относительно сделки по приватизации. В 2011 году РЖД одобрила продажу 25%+1 акция компании с начальной ценой на уровне 10.7 млрд руб. (или 42.8 млрд руб. для всю компании против текущей рыночной капитализации в 37.5 млрд руб.), однако сделка была отложена. Пока не выработано ни окончательное решение по продаже доли (РЖД настаивает на приватизации 25%, в то время как Министерство транспорта считает более интересной продажу 50% доли), ни по графику приватизации (сделка ожидается в 2012 году, однако РЖД, предлагает перенести ее на 2013-2014 гг., ожидая более благоприятной рыночной конъюнктуры). В то же время FESCO как основной кандидат на статус нового контролирующего акционера, сохраняет интерес к ТК - компания увеличила свою долю в ТК с 12.5% до 18.5%, купив ГДР на рынке. Мы ожидаем, что дополнительные новости относительно приватизации ТК и подготовки к сделке поддержат оценку компании и финансовые результаты. Globaltrans и Сумма также являются претендентами на покупку в случае приватизации 50% доли.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ - ВОЛАТИЛЬНОСТЬ НА РЫНКЕ И НИЗКАЯ ЛИКВИДНОСТЬ АКЦИЙ

Неприятные экономические сюрпризы могут плохо сказаться на результатах ТК. Поскольку контейнерный бизнес чувствителен к экономическим условиям, ухудшение конъюнктуры может отрицательно повлиять на результаты компании в 2012 году. На данный момент компания подтвердила стабильность грузопотоков с учетом сезонных факторов, однако она готова к возможным вызовам в 2012 году. В своем прогнозе мы закладываем консервативные показатели роста операционных результатов и эффективности использования парка в 2012 году, в то время как ухудшение экономической конъюнктуры может обусловить отрицательную динамику по итогам 2012 года.

Низкая ликвидность акций сокращает инвестиционную привлекательность. После того как компания FESCO увеличила свою долю до 18.5%, что стало известно 30 декабря 2011 года, free float ГДР ТК сократился до 10.5% против 16.5%. Среднедневные объемы торгов составляют примерно $1-1.5 млн. Free float локальных акций остался на уровне 6.6% при средних объемах дневных торгов менее $100,000 в день. Мы полагаем, что инвесторы могут ограничить активность в акциях ТК в ожидании приватизации и возможности продать их по оферте миноритариям, что, скорее всего, последует за сделкой.

ОЦЕНКА

Прогнозная цена пересмотрена до $11.9. Мы пересмотрели нашу прогнозную цену акций ТрансКонтейнера с $11.3 за ГДР ($113 за локальную акцию) до $11.9 за ГДР ($119 за локальную акцию). Рекомендация ПОКУПАТЬ остается без изменений. Мы скорректировали нашу финансовую модель ТрансКонтейнера с учетом опубликованных показателей за 2011 год и уверенных финансовых результатов по МСФО за 9М11. В то же время мы сохраняем осторожность в отношении прогнозов на 2012 год и сохраняем наши долгосрочные прогнозы по развитию компании и рынка контейнерных перевозок. Мы применили ДДП-оценку со средневзвешенной стоимостью капитала на уровне 12.6% и темпами роста в постпрогнозный период на уровне 2%. Потенциал роста с текущего рыночного уровня оценивается в 41.6%.

Дешево по мультипликаторам. Принимая во внимание скорректированные финансовые прогнозы за 2011 и 2012 гг., ТК выглядит дешево по мультипликаторам по сравнению с российскими и международными компаниями-аналогами. Быстрое восстановление финансовых показателей компании и ожидание более сильных результатов по итогам 2011 года обусловили более низкие результаты сравнительной оценки акций. Мы полагаем, что в случае если сделка по приватизации состоится, цена приблизится к рыночному уровню, что окажет поддержку котировкам. На основании оценки компании по методу ДДП ее прогнозные показатели EV/EBITDA и P/E на 2011 г. составляют 6.4 и 11.8 соответственно.

		P/E			EV/EBITDA		
Компания	**Страна**	**2010**	**2011П**	**2012П**	**2010**	**2011П**	**2012П**
		Российский рынок					
ТрансКонтейнер*	**Россия**	**38.2**	**8.0**	**7.6**	**9.5**	**4.5**	**4.2**
Globaltrans*	Россия	10.3	9.0	7.7	6.7	5.4	4.8
FESCO	Россия	1.8	12.8	9.1	4.9	4.6	3.7
		Развитые рынки					
Union Pacific	США	19.32	13.93	12.41	9.49	7.28	6.60
Norfolk Southern	США	16.96	12.52	11.36	9.32	7.26	6.67
CSX Corp	США	14.68	11.60	10.42	7.68	6.48	5.96
East Japan Railway	Япония	27.01	15.64	11.03	7.87	7.19	6.77
West Japan Railway	Япония	19.99	15.47	12.09	7.22	5.97	5.70
Central Japan Railway	Япония	11.36	9.56	8.22	7.53	6.75	6.49
Canadian Pacific Railway	Канада	18.75	22.26	16.46	10.15	10.83	9.10
Canadian National Railway	Канада	16.26	14.20	12.95	10.57	8.80	8.18
VTG AG	Германия	15.73	26.83	12.62	5.59	5.11	4.85
Kansas City Southern	США	40.74	19.03	16.08	13.25	9.97	8.81
Genesee & Wyoming	США	32.33	22.43	19.02	19.37	11.97	10.66
Медиана		**18.75**	**15.47**	**12.41**	**9.32**	**7.26**	**6.67**
		Развивающиеся рынки					
China Railway Tielong	Китай	24.79	18.85	13.36	14.99	12.16	9.21
Daqin Railway	Китай	11.88	9.14	8.35	7.63	6.33	5.91
Guangshen Railway	Китай	16.79	12.84	12.89	7.18	6.12	6.06
Sinotrans	Китай	9.08	7.55	6.11	4.59	2.64	2.35
Container Corp of India	Индия	12.39	12.94	11.98	8.47	8.49	8.13
Медиана		**12.39**	**12.84**	**11.98**	**7.63**	**6.33**	**6.06**

*Источник: Bloomberg, *прогноз ТКБ Капитал*

ПРИЛОЖЕНИЕ

БАЛАНС

млн. рублей	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Запасы	133	179	228	255	284	320
Дебиторская задолженность	1,941	1,331	2,894	3,241	3,638	4,122
Авансовые платежи	2,263	2,869	3,839	4,299	4,826	5,468
Денежные средства и их эквиваленты	449	1,291	5,050	6,249	7,464	7,032
Прочие текущие активы	241	115	275	98	98	98
Всего ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ	**5,028**	**5,785**	**12,285**	**14,142**	**16,309**	**17,041**
Основные средства	23,097	25,608	27,098	31,125	34,821	40,065
Прочие внеоборотные активы	2,617	2,198	2,198	2,198	2,198	2,198
Всего ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ	**25,713**	**27,806**	**29,296**	**33,323**	**37,019**	**42,263**
ВСЕГО АКТИВЫ	**30,741**	**33,591**	**41,581**	**47,465**	**53,328**	**59,304**
Краткосрочные заимствования	3,152	113	453	3,095	1,665	744
Кредиторская задолженность	3,172	3,965	5,409	6,356	7,072	7,980
Налоги, кроме налога на прибыль	170	741	493	531	594	683
Текущие обязательства по финансовой аренде	794	545	414	-	-	-
Прочие текущие обязательства	320	396	842	734	824	944
Всего ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	**7,608**	**5,760**	**7,611**	**10,715**	**10,155**	**10,351**
Долгосрочные заимствования	1,520	5,976	8,336	6,741	8,076	7,832
Долгосрочные обязательства по финансовой аренде	1,115	392	-	-	-	-
Прочие долгосрочные обязательства	2,055	2,127	2,419	2,525	2,611	2,745
ВСЕГО ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	**4,689**	**8,495**	**10,755**	**9,266**	**10,687**	**10,577**
Акции и добавочный капитал	13,895	13,895	13,895	13,895	13,895	13,895
Резервы	(1,938)	(1,930)	(1,930)	(1,930)	(1,930)	(1,930)
Нераспределенная прибыль	6,486	7,411	11,251	15,519	20,520	26,412
Всего СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	**18,443**	**19,376**	**23,215**	**27,484**	**32,485**	**38,376**
ВСЕГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	**30,741**	**33,631**	**41,581**	**47,465**	**53,328**	**59,304**

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

млн. рублей	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Чистая выручка, в т.ч.	**13,262**	**16,502**	**22,470**	**25,164**	**28,246**	**32,007**
Операторские услуги	6,573	6,980	9,462	10,229	11,063	12,628
Услуги по сквозной ставке и экспедиторские услуги	3,090	5,647	7,368	8,301	10,143	11,579
Терминальные улсуги	2,040	2,362	3,919	4,872	5,171	5,678
Автоперевозки	1,559	1,513	1,721	1,762	1,868	2,122
Чистые операционные расходы, в т.ч.	**(11,589)**	**(14,409)**	**(16,119)**	**(18,038)**	**(20,072)**	**(22,647)**
Перевозка и транспортные услуги	(3,832)	(4,534)	(4,769)	(5,293)	(5,869)	(6,699)
Затраты на персонал	(2,437)	(3,128)	(4,096)	(4,563)	(4,940)	(5,528)
Амортизация	(2,250)	(2,237)	(2,485)	(2,731)	(3,091)	(3,623)
Материалы, ремонт и обслуживание	(1,182)	(1,887)	(2,342)	(2,543)	(2,728)	(2,918)
Прочие операционные расходы	(1,888)	(2,623)	(2,426)	(2,907)	(3,445)	(3,879)
EBITDA скорректированная	3,924	4,330	8,836	9,858	11,265	12,983
EBIT	1,674	2,093	6,351	7,126	8,173	9,360
Чистые процентные доходы/(расходы)	(906)	(751)	(738)	(967)	(956)	(859)
Прибыль до налогов	768	1,342	5,613	6,159	7,217	8,501
Налог на прибыль	(178)	(414)	(1,347)	(1,417)	(1,660)	(1,955)
Чистая прибыль	590	928	4,266	4,743	5,557	6,546

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

млн. рублей	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Прибыль до налогов	768	1,342	5,578	6,159	7,217	8,501
Амортизация	2,250	2,237	2,485	2,731	3,091	3,623
Процентные расходы (доходы), чистые	910	833	773	967	956	859
Прочее	(300)	(131)	(241)	(187)	(244)	(245)
Изменение рабочего капитала	(445)	823	(1,007)	301	(39)	26
Операционный денежный поток	3,182	5,104	7,588	9,971	10,981	12,764
Уплаченные проценты	(832)	(949)	(773)	(967)	(956)	(859)
Налоги	(183)	(502)	(1,347)	(1,417)	(1,660)	(1,955)
Чистый операционный денежный поток	**2,167**	**3,653**	**5,468**	**7,587**	**8,365**	**9,950**
Капитальные затраты	(3,107)	(4,046)	(4,035)	(6,805)	(6,848)	(8,928)
Доходы от выбытия ОС	135	230	241	187	244	245
Прочее	(76)	85	23	23	23	23
Инвестиционный денежный поток	(3,048)	(3,731)	(3,771)	(6,595)	(6,582)	(8,660)
Увеличение долга	7,896	2,975	2,700	1,500	3,000	500
Дивиденды уплаченные	(268)	(2)	(93)	(427)	(474)	(556)
Выплата основной части долга по фин. аренде	(337)	(1,001)	(545)	(414)	-	-
Погашение долговых обязательств	(6,280)	(1,520)	-	(453)	(3,095)	(1,665)
Прочее	-	470	-	-	-	-
Финансовый денежный поток	1,012	922	2,062	206	(569)	(1,721)
Чистый долг	5,988	5,735	4,153	3,587	2,277	1,544

КОЭФФИЦИЕНТЫ

%	2009	2010	2011П	2012П	2013П	2014П
Рост выручки	-26%	24%	36%	12%	12%	13%
Рост EBITDA	-45%	10%	104%	12%	14%	15%
Рентабельность скорр. EBITDA (к чистой выручке)	30%	26%	39%	39%	40%	41%
Чистая рентабельность (к чистой выручке)	4%	6%	19%	19%	20%	20%
Чистый долг/EBITDA	**1.5**	**1.3**	**0.5**	**0.4**	**0.2**	**0.1**

Источник: Данные компании, оценка ТКБ Капитал

ТКБ Капитал

Аналитический Департамент

Анализ рынка акций + 7 (495) 981 3430

Мария Кальварская
Начальник отдела анализа рынка акций
Банковский сектор, Транспорт
m.kalvarskaia@tkbc.ru

Александр Ковалев, к. ф.-м. н.
Товарно-сырьевые рынки
aa.kovalev@tkbc.ru

Сергей Карыхалин
Макроэкономика
s.karykhalin@tkbc.ru

Алексей Серов
Электроэнергетика
a.serov@tkbc.ru

Наталья Колупаева
Потребительский сектор
n.kolupaeva@tkbc.ru

Татьяна Задорожная
Транспорт
t.zadorozhnaya@tkbc.ru

Надежда Крупенникова
Банковский сектор
n.krupennikova@tkbc.ru

Юлия Стрелкова
Базы данных, Дивиденды
y.strelkova@tkbc.ru

Дарья Колесникова
Редактор/ Переводчик
d.kolesnikova@tkbc.ru

Марина Косихина
Дизайнер
m.kosikhina@tkbc.ru

Департамент Структурных продуктов и Торговых операций

Москва + 7 (495) 981 3430

Денис Пискунов
d.piskunov@tkbc.ru

Павел Шлык
p.shlyk@tkbc.ru

Артем Ананян
a.ananyan@tkbc.ru

Данил Олимов
d.olimov@tkbc.ru

Фельдблюм Вадим
v.feldblyum@tkbc.ru

Артем Кокорев
a.kokorev@tkbc.ru

119019 Москва,
ул. Знаменка, д.7, стр. 3
Тел.: +7 (495) 981 3430
Факс: +7 (495) 783 3170

www.tkbc.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и ТКБ Капитал не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. ТКБ Капитал не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако ТКБ Капитал имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения ТКБ Капитал. ТКБ Капитал не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.